

买入

2017年1月24日

## 国内环境综合服务领域又一国企正规军

► **云南城投旗下第一家香港上市公司：**云南水务 (6839.HK) 于2015年5月27日在香港联交所主板上市。IPO共发行3.3亿H股 (含超额配售4313万股)，发行价为5.80港元。云南省国资委与北京碧水源为公司的第一与第二大股东，云南水务成立时即为混合所有制模式，具备了云南城投的国资背景，亦可使用碧水源先进的膜技术工艺，使公司在政企关系与经验技术两项重要的发展要素上均拥有了先天优势。

► **覆盖水务行业全范畴，由云南向全国及东南亚延伸的综合环境服务商：**公司水务板块可分为污水处理、供水、建造和设备销售，以及以O&M为主的其他业务，基本涵盖了水务行业的全范畴，并以云南为基础快速向全国扩张。2013年，公司拥有的污水处理与供水设施数量为云南第一，污水与供水实际处理量为云南第二。除了水务板块之外，公司亦积极发展固废业务，现已拥有4个已投运与4个在建/拟建的运营类固废项目，且有两个正在交割中的危废项目，生活垃圾设计处理规模为4000吨/日 (已开始贡献的1700吨/日)，危废设计规模为11.3万吨/年 (已开始贡献的为4.59万吨/年)。

► **项目获取能力兑现，规模较上市前翻倍：**公司上市后主要通过并购方式不断开疆拓土，固废项目基本都在上市后新获得，水务的设计规模也较上市前增长约90万吨/日。上市时，公司水务项目的设计规模为159.2万吨/日，截止目前已增加至249.0万吨/日。并且，2016年7月，公司收购Galaxy NewSpring Pte. Ltd 50%的股权，该标的拥有24个水厂，签约的处理规模为154万吨/日，规模基本等于云南水务上市当时的总设计能力。目前公司整继续收购剩余的50%股权，预计2017年完成后将作为全资附属公司并表。

► **目标价 5.60 港元，首次评级买入：**假设未来三年污水与供水BOT项目每年新开工规模各为20-30万吨/日，并预计公司将新获得的项目中，分别有120/120/90万吨/日将于2017-2019年间运营，因此未来三年其规模有望快速增长，利润增速也将保持在30%左右，给予公司12个月目标价5.60港元，对应2016/2017年14.6/11.3倍PE，较现价41.40%的上升空间，首次评级为买入。

陈晓霞

852-25321956

[xx.chen@firstshanghai.com.hk](mailto:xx.chen@firstshanghai.com.hk)

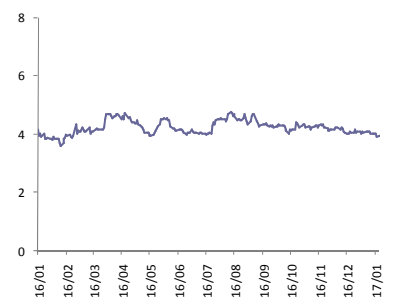
### 主要资料

行业	环保
股价	3.96 港元
目标价	5.60 港元 (+41.40%)
股票代码	1330
已发行股本	总股本: 11.93 亿股 H股: 3.64 亿股
市值	总市值: 47.2 亿港元 H股: 14.4 亿港元
52周高/低	4.85 港元/3.43 港元
每股净现值	3.78 港元
主要股东	云南省国资 30.30%

### 表：盈利摘要

截止12月31日财政年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入 (百万人民币)	1,100.76	1,558.39	2,966.88	3,828.06	4,851.92
变动 (%)	59.82%	41.57%	90.38%	29.03%	26.75%
净利润 (百万人民币)	166.59	285.85	406.81	524.29	711.30
EPS (港仙)	25.82	31.75	38.31	49.37	66.98
变动 (%)	-24.29%	22.98%	20.65%	28.88%	35.67%
市盈率 (倍, @3.96港元)	15.34	12.47	10.34	8.02	5.91
每股派息 (元人民币)	0.13	0.10	0.10	0.13	0.18
息率 (%)	4.04%	2.97%	2.90%	3.74%	5.07%

### 股价表现



资料来源：公司资料，第一上海预测

资料来源：彭博

第一上海证券有限公司

www.mystockhk.com

# 目 录

国内环境综合服务领域的又一正规军 .....	3
云南城投旗下第一家香港上市公司 .....	3
覆盖水务行业全范畴，日处理量超百万吨的综合服务商 .....	5
积极拓展固废业务，兼具生活垃圾与危险废物处置能力 .....	6
2012-2015年净利润复合增速约36% .....	7
国资+民营的有机结合，打造环保行业又一生力军 .....	9
混合所有制模式，符合政策导向与行业趋势 .....	9
以水务为主，由云南向全国及东南亚延伸的综合环境服务商 .....	12
项目获取能力兑现，规模较上市前翻倍 .....	13
盈利预测分析 .....	16
重要假设 .....	16
收入与利润预测 .....	17
财务预测与分析 .....	18
目标价 5.60 港元，买入评级 .....	19
风险因素 .....	19
主要财务报表 .....	21

## 国内环境综合服务领域的又一正规军

### 云南城投旗下第一家香港上市公司

**2015年5月于联交所主板上市** 云南水务（6839.HK）于2015年5月27日在香港联交所主板上市。IPO共发行3.3亿H股（含超额配售4313万股），发行价为5.80港元。截至上市日期，云南水务为香港市场中IPO集资额最高的水务及环保公司，共募集19.18亿港元，融资净额为17.39亿港元。公司上市前原有注册资本8.63亿人民币，共8.63亿股，上市后总股数达11.93亿股。

**集资用途**

- 约30%预期将用于为收购污水处理项目提供资金，有助于公司进入新市场及扩大项目组合及处理能力；
- 约30%预期将用于投资及发展新污水处理及供水项目，扩展于中国的市场份额；
- 约30%预期将用于偿还部分即期银行借款；
- 约10%预期将用于拨付营运资金及一般公司用途。

**股权结构**

- 2009年通过控股股东云南省水务开始从事供水与污水处理业务；
- 公司前身“云南水务公司”于2011年6月成立，云南省水务通过资产出资持股51%，北京碧水源以现金形式出资持股49%；
- 2013年5月北京碧水源将其4.9%股权转让予29名管理层及主要员工；
- 2013年7月独立第三方融源成长基金以现金出资，持有17.5%股权；
- 2014年6月执行董事于龙向公司另一管理层人员转让0.13%股权；
- 为筹备上市，公司于2014年7月改制为股份有限公司；
- 改制后，云南省水务及两家基金公司四川融琛、杭州青域共同对云南水务增资，完成后云南省水务股权由42.07%增至45.43%。

图表 1: 改制后、上市前股权结构

股东名称	股东资料	持股比例
云南省水务	于2009年成立，云南省城投集团设立的全资子公司，主要从事资产投资及管理	45.43%
云南省城投集团	于2005年成立，由云南省国资委持有96.21%股权、专门从事资本运营的大型国有投资公司。主营业务为城市开发与城镇水务	45.43%
北京碧水源	于2001年成立，2010年深交所创业板上市的大型高科技企业(300070.SZ)，主要从事污水处理设备的研发与制造	33.23%
融源成长	于2010年成立的基金公司，为中国石油天然气集团公司附属公司，主要从事投资未上市企业以及投资上市公司非公开发行证券等	15.98%
四川融琛	于2009年成立，主要从事项目投资及管理	1.00%
杭州青域	于2014年成立，主要从事投资成长型企业及提供咨询服务	0.67%
30名管理层股东	30名公司主要管理人员	3.69%

资料来源：公司资料，第一上海

云南省国资委旗下，具有坚实国有背景 自创建以来，云南省水务一直是云南水务的控股股东，上市后依然保持大股东地位（持股30.30%）。云南省水务为云南城投集团旗下全资子公司，而云南城投由云南

国资委持有 96.21% 股权，是总资产超过千亿元的云南本土国有企业，可见云南水务隶属于云南国资委，具备坚实的国企背景。云南城投集团主营业务为城市开发以及城镇水务两大板块，同时亦涉及文化旅游、医疗、金融等多个领域，云南水务为其在城镇水务板块下唯一平台，也是云南城投旗下第一家香港上市公司。

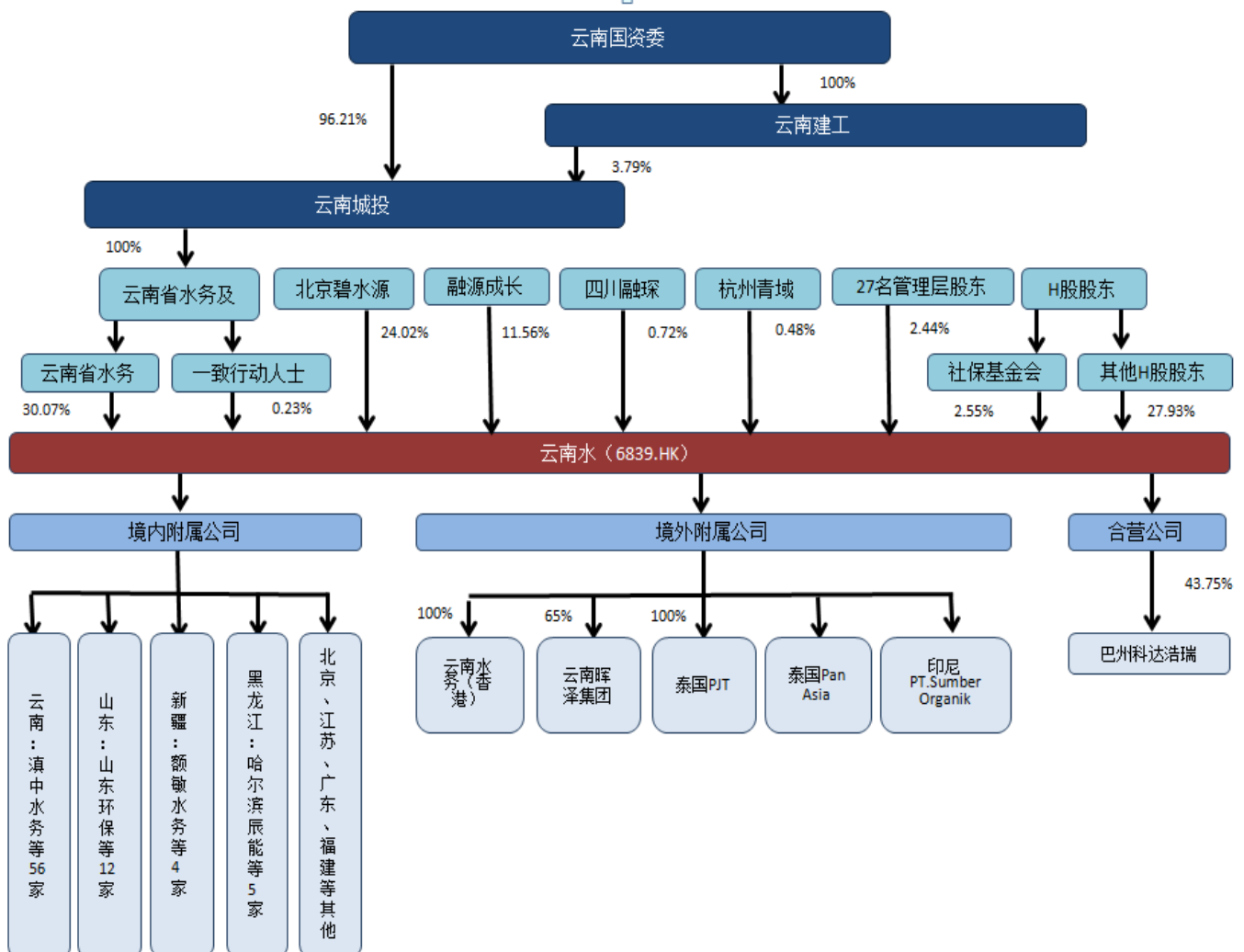
二股东北京碧水源提供技术支持

北京碧水源（300070.SZ）作为公司第二大股东，目前持有 24.02% 股权。碧水源为一家主营污水处理设施研发建造的大型民营企业，于 A 股创业板上市的，其拥有超过 350 项专利技术，为国内为数不多的能够自主研发制造膜的公司。云南水务的膜生产技术建基于碧水源，并获准无偿使用碧水源发明的一项膜应用专利，以提高污水处理及供水设备的出水质量和效率。

社保入股

根据出售国有股份的相关规定，公司最大控股股东云南省水务在上市时须将其持有的占实际 H 股发行数量 10% 的内资股划转至社保理事会基金。因此上市后，社保基金会持有云南水务 2.77% 股权，即 3306 万股。截至 2016 年 6 月，H 股占总股本 30.48%，包括社保持有的 2.55% 股权；内资股占总股本 69.52%（云南省水务持 30.07%，北京碧水源持 24.02%，融源成长持 11.56%，四川融琛、杭州青域及 30 名管理层股东合共持有 3.87%）。

图表 2: 股权架构



资料来源：公司资料，第一上海

## 覆盖水务行业全范畴，以云南向全国延伸的综合环保服务商

### 水务全产业链格局，项目模式多样化

公司水务板块可分为四大类：污水处理、供水、建造和设备销售，以及以 O&M 为主的其他业务。业务主要通过和地方政府订立特许经营协议开展、以多种模式进行（包括 BOT, TOT, B00, T00, BT, EPC, O&M），涵盖了水务行业的全范畴。公司上市前参与的共 92 个项目中，水务项目占 85 个，其中污水处理 47 个（35 个 BOT, 5 个 TOT, 5 个 B00, 2 个 T00），供水项目 16 个（1 个 BOT, 2 个 TOT, 13 个 B00），O&M 项目 22 个。另有建造和设备销售 5 个（2 个 BT, 3 个 EPC），及垃圾处理类 2 个（1 个 BT, 1 个 O&M）。85 个水务项目中，已投运项目 73 个，在建项目 12 个，另有 9 个拟建项目。到 2016 年 6 月底，公司拥有 120 个水务项目，其中污水处理 64 个（53 个正式投运，试运营与在建中的 10 个，1 个新中标待建），供水项目 29 个（18 个正式投运，试运营与在建中的 11 个）。

### 立足云南，拓展东北、西北、及东部沿海地区

上市前公司在云南设有 75 个水务项目，另在新疆拥有 2 个，山东 3 个，江苏 5 个项目。上市后，业务向东北及东部沿海地区延伸，新增安徽、河南等地区，覆盖范围扩大至九个省份。此外，公司亦在泰国完成 1 个自来水供水设备的建造与销售项目（BT）。

### 水务板块设计规模约为 249 万吨/日

2013 年，公司拥有的污水处理与供水设施数量为云南第一，污水与供水处理量为云南第二。上市时，水务项目的设计规模达到 159.2 万吨/日（已投运 116.1 万吨/日）。其中，污水处理 86.7 万吨/日（已投运 64.2 万吨/日），供水 52.1 万吨/日（已投运 31.5 万吨/日），托管运营业务 20.4 万吨/日。根据公司获取的新项目，我们测算到目前为止（并表项目），水务板块设计规模增长至 249.0 万吨/日（已投运 212.4 万吨/日），较上市时增长 56.4%，其中污水处理 135.4 万吨/日（已投运 115.4 万吨/日），供水 86.6 万吨/日（已投运 70.0 万吨/日），托管运营 27.1 万吨/日。

图表 3：已获水务项目列表（并表项目）

	污水项目数量 (个)	污水设计规模 (吨/日)	供水项目数量 (个)	供水设计规模 (吨/日)
云南	43	813,500	21	470,000
新疆	1	30,000	1	106,000
黑龙江	1	50,000	0	0
山西	0	0	1	60,000
山东	7	175,000	4	170,000
江苏	5	95,000	0	0
河南	2	60,000	0	0
安徽	3	80,000	2	60,000
广东	2	50,000	0	0
<b>合计</b>	<b>64</b>	<b>1,353,500</b>	<b>29</b>	<b>866,000</b>

资料来源：公司资料，第一上海

## 积极拓展固废业务，兼具生活垃圾与危险废物处置能力

### 寻找机会拓展固废业务，细化业务类型

截至上市时，公司仅有两个垃圾处理类项目（盐津县 BT 项目及玉溪市 O&M 项目），另有一个拟建的垃圾焚烧发电项目（玉溪 BOT 项目）。上市后，公司在保持水务板块稳定发展的前提下，开始积极拓展固废处理业务。到目前为止通过收购与竞标新增了 4 个危废/医废处理项目（2 个 B00，1 个 BOT，1 个特许经营模式），4 个生活垃圾处理项目。

### 战略性布局国内，涉足海外市场

2015 年以来，公司在国内布局了云南、福建、山东与黑龙江，并涉足东南亚市场，获得了泰国与印尼的垃圾焚烧与填埋项目；固废处理的范畴不仅包括生活垃圾处理，且有高景气度的工业危废及医疗废弃物处置。

### 在手生活垃圾处理与危废处置合约规模分别为 4000 吨/日与 11.3 万吨/年

目前公司已拥有 4 个已投运与 4 个在建/拟建的运营类固废项目，且有两个正在交割中的危废项目；另外 BT 与 O&M 模式项目各两个。

扣除 BT 与 O&M，公司在手项目中，生活垃圾设计处理规模为 4000 吨/日（已开始贡献的 1700 吨/日），危废设计规模为 11.3 万吨/年（已开始贡献的为 4.59 万吨/年）。

图表 4:固废项目列表

	项目名称	地点	项目模式	是否投运	自建/收购	处理能力（吨/日）
	济南市环境保护固体废物综合处置中心	山东省济南市	特许经营模式	是	收购	焚烧：9900吨/年 物化：2.5万吨/年
	昆明市医疗废物集中处置中心一期	云南省昆明市	BOT	是	收购	30吨/日
医废危废	昆明市医疗废物集中处置中心二期	云南省昆明市	BOT	拟建	收购后自建	60吨/日
	哈尔滨呼兰区医疗废物处置和工业废物处置	黑龙江省哈尔滨市	B00	是	收购，尚未完成	80吨/日
	黑龙江省危险废物集中处置场	黑龙江省肇东市	B00	是	收购，尚未完成	焚烧：9800吨/年 物化：6200吨/年
	福安垃圾焚烧发电	福建省福安市	BOT	拟建	收购后自建	600吨/日
	普吉岛垃圾焚烧发电	泰国普吉岛	BOT	是	收购	700吨/日
生活垃圾处理	玉溪市生活垃圾焚烧发电	云南省玉溪市	BOT	在建	自建	700吨/日
	泗水市填埋场	印尼泗水市	BOT	是	收购	1000吨/日
	泗水市气化焚烧	印尼泗水市	BOT	拟建	收购后自建	1000吨/日
	盐津县城市生活垃圾处理工程	云南省盐津县	BT	是	-	-
BT与O&M	大理市餐厨废弃物资源化利用和无害化处理	云南省大理市	BT	在建	-	-
	宁德垃圾焚烧发电	福建省宁德市	BOT	是	收购	600吨/日
	玉溪市生活垃圾填埋	云南省玉溪市	O&M	是	-	-

资料来源：公司资料，第一上海

## 2012-2015年净利润复合增速约36%

过往三年收入与利润均保持快速增长

公司于2011年正式成立后，2012-2015三年收入复合增速达57.5%。2015年收入增长约41.6%，其中供水业务增长达110.5%，主要由于当年新增6个BOT供水项目，建设收入大幅增长三倍。利润端，过往三年公司亦呈现快速增长，复合增速为36.0%。其中，2014年收入快速增长59.8%，但净利润下降14%（减少约2700万元），主要由于工程外包导致污水与供水业务的建设毛利率分别下降20.4与14.3个百分点，使得综合毛利率由38%下降至30%；此外，政府补助亦较2013年减少3.3亿元，导致其他收入下降42.1%。

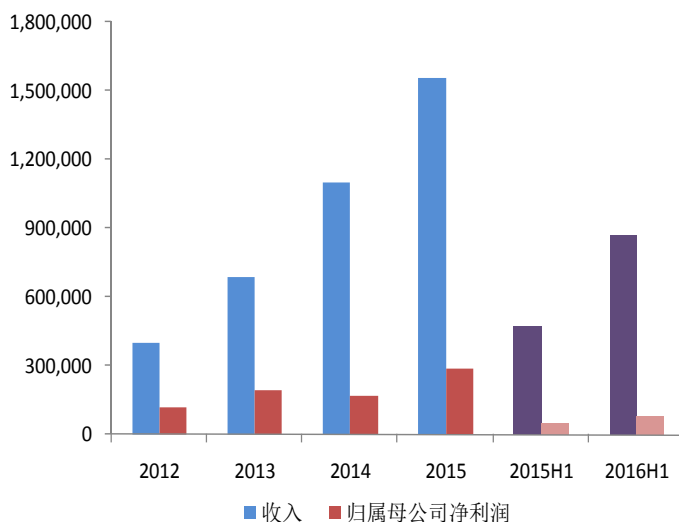
长期以来污水及供水业务为主要增长点

从业务分类情况看，公司自2015年末才开始拥有固废收益，且当年收入占比仅为0.5%，此前主要收益来源为污水、供水、建设及设备销售。一直以来，污水与供水运营类项目的总收入均占公司整体的一半以上；自2014年起由于新的BT项目开工，使得建设与设备销售板块出现大幅增长，其占比也增长至40%左右。

2016上半年收入与利润分别增长82.7%与70.4%，继续呈现高增长

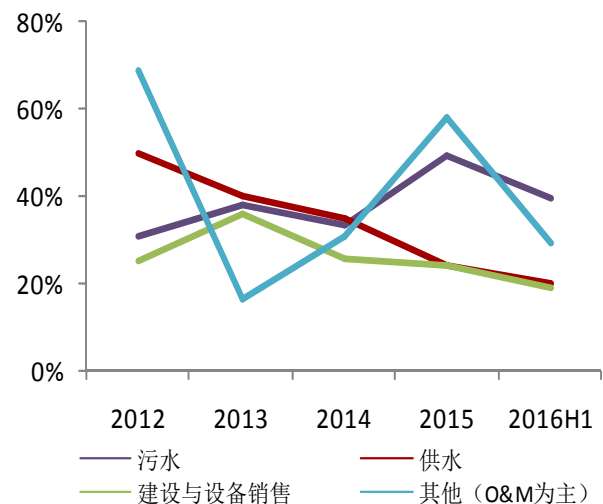
2016上半年，水务板块主要由于BOT/TOT项目的增加，使得污水与供水业务收入分别增长54.8%与164.4%，尤其在供水方面，其BOT/TOT相关的运营与建设收入分别大幅增长146.9%与429.2%。固废板块于2015年下半年开始稍有贡献，但由于基本集中于年底释放，当年仅有822万收入；进入2016年，昆明正晓、山东腾跃（济南综合处置中心）以及泰国普吉岛项目均正式运营，玉溪垃圾焚烧亦在建中，使得上半年固废业务的收入达到1.08亿元，占收比达12.5%。毛利率方面，整体情况保持稳定，其中由于上半年BOT/TOT项目的工程外包减少，建设毛利率同比有明显提升，但供水受到新收购的青州自来水项目水价尚未涨价到位的影响，其运营毛利率大幅降至7.1%。目前该项目涨价已完成，我们预计下半年毛利率将有显著回升。

图表 5: 过往收入与净利润情况（千元人民币）



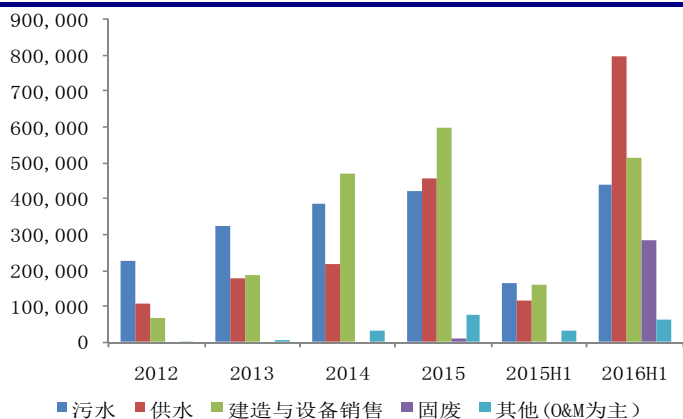
资料来源：公司资料，第一上海

图表 6: 主要业务毛利率

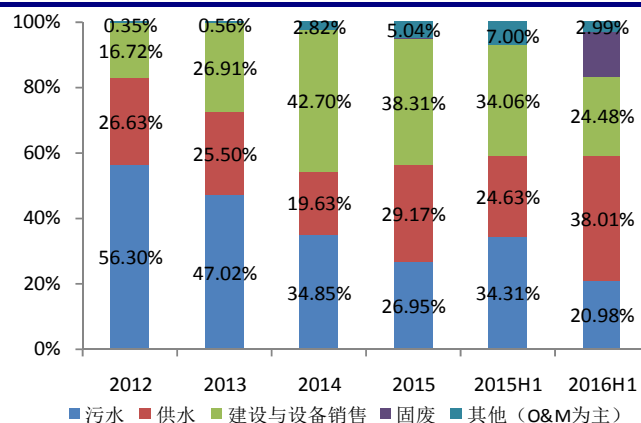


资料来源：公司资料，第一上海

图表 7: 主要业务收入分类 (千元人民币)



图表 8: 主要业务分类占比



资料来源: 公司资料, 第一上海

资料来源: 公司资料, 第一上海

按会计方式划分的收入分类中, 建设类收入占比最高

由于公司主营环保项目的建设和运营, 部分项目根据香港会计标准需要在建设期内确认建设收入。因此, 在会计上公司的收入可分为建设、运营、利息、EPC 与设备销售、其他收入。2013 年以来, 各类收入占比相对稳定, 由于所处行业以及公司本身均处于扩张阶段, 建设类收入 (污水、供水及固废运营类项目的建设收入, 以及 BT 建设收入) 的占比一直在 40%左右; 截至 2015 年底, 建设类收入占 41.6%, 运营类收入 (运营+O&M) 占 29.3%, EPC 及设备销售占 23.3%。

特许经营类项目收入确认方式

公司旗下项目的采用的模式较多, 各类型项目的会计确认方式不一, 我们根据项目具体情况分了五大类, 在资产端与收入端以的确认方法如下:

- 有保底量的 BOT—计入金融资产 (服务特许经营安排下应收款项), 确认建设、运营与利息收入;
- 无保底量的 BOT—计入无形资产, 确认建设、运营收入;
- 有保底量的 TOT—计入金融资产 (服务特许经营安排下应收款项), 确认运营、利息收入;
- 无保底量的 TOT—计入无形资产, 确认运营收入;
- B00/T00—计入无形资产, 确认运营收入。

图表 9: 按收入性质分类增速与占收比

千元人民币	2012	2013	2014	2015
建设收入	153,303	273,076	460,485	669,887
同比	-	78.13%	68.63%	45.47%
占比	38.47%	39.65%	41.83%	42.99%
运营收入	149,178	185,964	289,959	360,232
同比	-	24.66%	55.92%	24.24%
占比	37.43%	27.00%	26.34%	23.12%
利息收入	28,016	40,487	55,744	87,000
同比	-	44.51%	37.68%	56.07%
占比	7.03%	5.88%	5.06%	5.58%
EPC及设备销售	66,629	185,349	263,539	362,681
同比	-	178.18%	42.19%	37.62%
占比	16.72%	26.91%	23.94%	23.27%
其他收入	1,395	3,861	31,034	78,594
同比	-	176.77%	703.78%	153.25%
占比	0.35%	0.56%	2.82%	5.04%
<b>收入合计</b>	<b>398,521</b>	<b>688,737</b>	<b>1,100,761</b>	<b>1,558,394</b>

资料来源: 公司资料, 第一上海



## 国资+民营的有机结合，打造环保行业又一生力军

### 混合所有制模式，符合政策导向与行业趋势

**坚实的国资背景+先进的民营技术** 云南水务所从事的水务、固废领域都属于国家公用事业的范畴，项目的对接基本均为各地地方政府，由于此行业特性，国企背景的重要性不言而喻。并且，近年来越来越多的大型民企逐步选择与国资合作，引入国资控股或参股股东，而国企也在整合收购一些民营企业，混合所有制模式符合政策导向，也成为了环保行业的趋势之一。云南水务成立时即为混合所有制模式，具备了云南城投的国资背景，亦可使用碧水源先进的膜技术工艺，使公司在政企关系与经验技术两项重要的发展要素上均拥有了先天优势。

**管理团队经验丰富，** 公司前身“云南省水务”自2009年起开始进入环保行业，积累了多年包括水务、固废处置方面的技术与经验；且管理团队中，主要管理层在环保领域工作都超过10年，对于项目的选择、运营等方面均有着成熟的渠道与经验。

图表 10: 管理团队

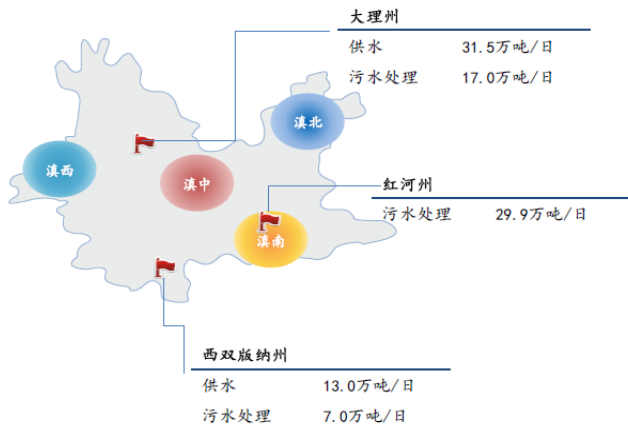
<p><b>许雷（主席、非执行董事）</b> 2011年加入本集团担任本公司主席兼非执行董事</p> <p>于城市发展、城市供水等方面拥有丰富高级管理层经验</p> <p>任云南城投集团主席，亦担任云南城投置业股份有限公司（上海证券交易所上市公司：600239）的主席</p>	<p><b>于龙（执行董事、行政总裁）</b> 2011年6月加入本公司担任本公司执行董事兼行政总裁</p> <p>于环保及水务行业、市场开发、项目管理、投资资本管理及风险控制管理拥有逾14年经验</p> <p>2013年，获云南省人民政府授予「云南省2008-2012年城镇污水生活垃圾处理设施建设先进个人」</p>
<p><b>焦军（非执行董事）</b> 2014年5月加入担任本公司非执行董事</p> <p>自2011年6月起一直担任云南城投的副总经理</p> <p>自2013年12月起担任云南循环经济投资有限公司的董事及于2014年7月担任主席</p> <p>曾在云南省建设厅多个部门担任职位</p>	<p><b>戴日成（执行董事）</b> 于水处理行业拥有约30年丰富经验，曾于中国水污染研究中心担任高级工程师</p> <p>2010年至2012年，于北控水务集团有限公司（香港联交所上市公司：371）担任副总裁兼高级工程师</p> <p>2012年起，任北京碧水源总经理及董事</p>
<p><b>冯壮志（非执行董事）</b> 2013年6月加入本集团担任本公司非执行董事</p> <p>拥有逾15年在大型企业及水务行业担任高级管理层的经验</p> <p>于2011年5月起担任融源广达(天津)股权投资管理合伙企业(有限合伙)的董事，于2012年3月起担任云南融源通达股权投资基金管理有限公司的总经理</p>	<p><b>刘旭军（执行董事、副总裁）</b> 2011年6月加入本集团担任本公司的执行董事兼副总裁，其后于同年12月兼任总工程师</p> <p>负责整体经营及管理、策略规划及业务发展</p> <p>拥有逾19年的水务行业技术经验，包括5年水务相关高级管理层经验</p>
<p><b>何愿平（非执行董事）</b> 2011年6月加入本集团担任本公司非执行董事</p> <p>北京碧水源董事，同时还担任武汉三镇实业控股股份有限公司（上海证券交易所上市公司：600168）的董事，盈德气体集团有限公司（香港联交所上市公司：2168）的独立非执行董事等</p>	<p><b>黄云建（执行董事、副总裁）</b> 2011年12月加入本集团担任本公司副总裁，后于2012年8月获委任为执行董事兼副总裁</p> <p>负责集团管理、策略规划及业务展</p> <p>拥有逾17年的营运管理及水务相关高级管理层经验</p>

资料来源：公司资料，第一上海整理

**云南国资背景在省内存备天然优势** 在云南城投的大股东背景下，公司在云南省内具备天然与独特的优势，且现有的水务项目中无论在数量上还是规模上，绝大多数来自于云南境内，覆盖了省内超过30个县市，主要集中于大理州、红河州与西双版纳州。目前公司在云南的污水项目设计规模为103.4万吨/日（含O&M4.5万吨/日），供水设计规模47.5万吨/日（含O&M5000吨/日），分别占各业务总规模的63.9%与54.5%；固废板块是在上市后以

收购方式迅速扩张，省外地区较多，云南省内项目的设计规模为 41.2 万吨/年(含 O&M 1000 吨/日)，占比为 31%。根据云南省 2015 年度环境状况公告，2015 年全省已建成城镇污水处理厂 155 座，进入住房城乡建设部信息系统和环境保护部在线监测系统的污水处理厂 144 座，投入运行 142 座，形成处理能力 326.77 万吨/日；据此测算，2015 年云南水务建成的污水处理设施占全省的比例为 25.0%。

图表 11: 云南省内项目图



图表 12: 云南省项目规模占比

	总规模	云南省	占比
污水处理 (吨/日)	1,619,000	1,034,000	63.9%
供水 (吨/日)	871,000	475,000	54.5%
固废 (吨/年)	1,332,000	412,000	30.9%

资料来源：公司资料，第一上海整理

资料来源：公司资料，第一上海整理

于云南首批生态环保 PPP 项目中斩获半壁江山

2015 年云南省发布了两批 PPP 项目，其中属于生态环保类的各有 9 个与 33 个，涉及的投资额分别约为 10.60 亿元于 58.11 亿人民币。截止目前，第一批的 9 个项目已经公示，云南水务获得了其中的“富民拖但水库”与“瑞丽第二污水处理厂及配套管网工程”两大项目，分别采用 DB 与 BOT 的模式，总规模达到 5.01 亿元，占比 47.2%。2016 年 5 月，云南省也公布了 2016 年的首批 PPP，其中生态环保类项目投资规模继续增加，达到 182.80 亿元。在 PPP 项目的加速推出下，云南水务于 2016 年 11 月份又陆续中标了三个省内的水治理 PPP，预计投资总额达 30.87 亿元。国家对 PPP 的大力推进，给环保行业，尤其水环境综合治理方面，带来了更多的发展机会，预计云南水务凭借其在省内的显著优势，可继续以云南为基础像全国延伸，在综合治理上获得更多的项目。

图表 13: 云南省 2015 年第一批生态环保类 PPP 项目 (发布时间: 2015 年 5 月)

项目名称	行业	总投资 (亿元RMB)
1. 富民拖但水库	水利	2.8100
2. 盈江县长地方水库工程	水利	2.5478
3. 双柏县城自来水厂改扩建及配套管网工程	供水	0.8900
4. 河口县南溪集镇供水工程	供水	0.3614
5. 绿春县城供水改扩建项目	市政基础设施	0.4000
6. 大姚县城第二自来水厂供水工程建设	供水	0.3000
7. 瑞丽市第二污水处理厂及配套管网工程	生态环境	2.2000
8. 芒市污水管网完善工程	市政基础设施	0.5423
9. 芒市生活垃圾处理工程收运设施	市政基础设施	0.5452
合计		10.5967

资料来源：云南省财政厅，中国水网，第一上海整理

图表 14: 云南省 2015 年第二批生态环保类 PPP 项目 (发布时间: 2015 年 12 月)

项目名称	行业	总投资 (亿元 RMB)	项目名称	行业	总投资 (亿元 RMB)
1. 龙陵县轱辘河水库	水利	0.8900	18. 陇川县城市污水管网完善工程	市政设施	0.2980
2. 元谋县丙间灌区高效节水灌溉工程	水利	3.0500	19. 陇川县陇把镇生活垃圾处理工程	市政设施	0.3050
3. 永胜县片角镇三家村泵站及偏角输水管网工程	水利	0.2400	20. 丽江生活垃圾焚烧发电项目	市政设施	4.0000
4. 曲靖市罗平县阿岗水库工程	水利	21.9000	21. 永胜县期纳生活垃圾场项目	市政设施	0.2700
5. 麒麟区龙潭河水库	水利	5.7000	22. 永胜县三川生活垃圾填埋场建设项目	市政设施	0.3000
6. 麻栗坡县柳家湾水库	水利	1.0100	23. 玉龙县建制镇垃圾收集处理及排污工程	市政设施	1.5000
7. 楚雄市第三自来水厂及配套管网工程项目	市政设施	1.0000	24. 八宝、珠琳、坝美污水处理设施及配套管网工程	市政设施	1.0500
8. 红河州金平县城自来水管网配套工程	市政设施	0.3500	25. 丘北县双龙营镇垃圾处理工程	市政设施	0.4518
9. 红河州金平县金河镇集镇供水工程	市政设施	0.3200	26. 丘北县曰者镇生活垃圾处理厂工程	市政设施	0.4368
10. 永胜县城乡一体化供水工程第二自来水厂	市政设施	1.5100	27. 西畴县兴街污水处理厂建设项目	市政设施	0.3900
11. 玉龙县重点集镇供水工程	市政设施	0.6200	28. 砚山县平远镇垃圾处理厂建设项目	市政设施	0.5400
12. 临沧市云县第三水厂	市政设施	0.9000	29. 砚山县平远镇污水处理厂建设项目	市政设施	0.2800
13. 广南县城城区城南片区人工湖及站前广场项目	市政设施	1.8000	30. 水富县城第二垃圾处理厂	市政设施	0.4800
14. 广南县第三自来水厂及配套管网工程	市政设施	0.7300	31. 水富县两碗镇垃圾处理厂	市政设施	0.2000
15. 文山市供水系统项目	市政设施	6.0000	32. 水富县太平镇污水处理厂及配套管网工程	市政设施	0.2200
16. 砚山县第二自来水厂及供水管网	市政设施	0.4000	33. 水富县向家坝镇污水处理厂及配套管网工程	市政设施	0.3200
17. 镇雄县泼机镇供水工程建设项目	市政设施	0.6500			
		合计			58.1116亿元

资料来源: 云南省财政厅, 中国水网, 第一上海整理

图表 15: 云南省 2016 年第一批生态环保类 PPP 项目（发布时间：2016 年 5 月）

项目名称	行业	总投资（亿元RMB）
1. 昆明市飞虎大道地下综合管廊PPP项目	市政基础设施	8.5800
2. 富民县拖但水库扩建及城镇供水工程	水务	3.7100
3. 玉溪市红塔大道地下管廊及雨污管网建设项目	市政	2.0400
4. 玉溪市生活垃圾焚烧发电项目	市政	3.8700
5. 江川县污水处理厂投标改建及南北区污水处理厂管网完善工程	生态环保	2.7000
6. 玉溪市东片区暨“三湖”生态保护水资源配置应急工程	水务	18.9500
7. 保山综合地下管廊工程PPP项目	市政	64.0900
8. 楚雄州元谋县间罐区节水	水务	3.0500
9. 大理市中心城区综合管廊PPP项目	市政	18.1200
10. 大理海东山地新城洱海保护水环境循环综合建设PPP项目	生态环保	20.0000
11. 剑川县澜沧江上游剑湖流域水环境综合治理PPP项目	生态环保	15.1300
12. 大理市洱海环湖截污二期PPP项目	生态环保	20.9100
13. 临沧边境经济合作区清水河供水工程	市政	1.6500
<b>合计</b>		<b>182.8000</b>

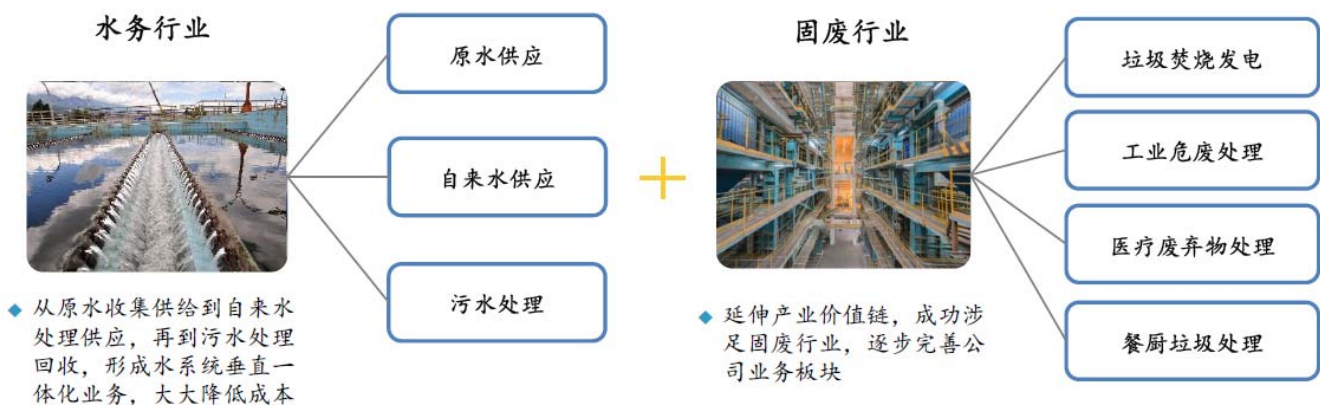
资料来源：云南省财政厅，中国水网，第一上海整理

### 以水务为主，由云南向全国及东南亚延伸的综合环境服务商

水务为核心，打造环保大平台

公司长期以来均以水务为核心，上市后逐步拓展包括固废、危废在内的其他环保细分领域，致力于成为综合的环境服务商。在环保行业越来越注重大平台效应的背景下，公司服务领域愈加全面将成为其扩张的主要优势之一。

图表 11: 云南水务业务领域分布



资料来源：公司资料，第一上海

覆盖全国多个省市以及东南亚地区

公司起步在云南，但并非地方性水务公司，目前业务范围已覆盖山东、江苏、广东、新疆等多个省市，尤其在固废方面，大部分在手项目都在云南以外地区。此外，东南亚地区环保业务起步较中国晚，而公司地处云南，借助地理位置的优势与东南亚国家保持了长久良好的关系，更有机会抓住这些地区的环保发展机会，目前已经在泰国普吉岛与印尼泗水获得了垃圾处理的项目，未来有望在海外的做进一步的延伸。

图表 17: 项目分部情况



资料来源：公司资料，第一上海

### 项目获取能力兑现，规模较上市前翻倍

上市后陆续收购多个单体项目

公司自 2015 年 5 月上市后，主要通过并购方式不断开疆拓土，其中生活垃圾、危险废物处置的项目基本都在上市后新获得，水务方面也中标或收购了山东青州自来水、安徽萧县自来水与污水、河南汤阴污水、广东增城污水等多个单体项目，设计处理规模较上市前增长约 90 万吨/日。

图表 18: 上市后主要新增供水项目（并表部分）

项目名称	时间	处理标准	处理能力（吨/日）
萧县自来水一厂	2015.7中标	国家饮用水标准	30,000
萧县自来水二厂	2015.7中标	国家饮用水标准	30,000
青州自来水一厂	2015.12收购	国家饮用水标准	40,000
青州自来水三厂	2015.12收购	国家饮用水标准	40,000
山西吕梁衡泉水库工业供水项目	2015下半年收购	国家饮用水标准	60,000

资料来源：公司资料，第一上海整理

图表 19: 上市后主要新增污水项目（并表部分）

项目名称	时间	处理标准	处理能力（吨/日）
河南南阳汤阴县城南污水厂（一期）	2016.3收购	一级A	15,000
河南南阳汤阴县城南污水厂（二期）	2016.3收购	一级A	15,000
广州增城区中新镇污水厂（一期）	2016.5月收购	一级A	20,000
广州增城区中新镇污水厂（二期）	2016.5月收购	一级A	30,000
山东德州高铁新区污水处理项目	2016.5月收购	一级A	20,000
山东德州经济开发区污水厂扩建项目	2016.5月收购	一级A	40,000
山东齐河县城西污水厂项目	2016.5月收购	一级A	20,000
哈尔滨朝阳水质净化厂项目	2016.5月收购	一级A	50,000
河南孟州市南庄镇皮毛加工专业园区污水处理	2016.8月中标	-	30,000
沾化经济开发区污水处理厂	2016.1收购	一级A	10,000
萧县污水处理厂（一期）	2015.7中标	一级A	30,000
萧县污水处理厂（二期）	2015.7中标	一级A	30,000

资料来源：公司资料，第一上海整理

#### 2016年7月收购 GALAXY NEWSRING PTE. LTD 50%股权

2016年7月28日，云南水务公告将收购新加坡注册公司 Galaxy NewSpring Pte. Ltd 50%的股权。该标的拥有 24 个在中国经营的供水、污水以及再生水厂，签订的特许经营协议中涉及的处理规模为 154 万吨/日，其中已经建成投运的有 92 万吨/日。2016年10月26日，云南水务公告继续收购该标的剩余的 50%股权，此次的收购尚在进行中，因此目前 Galaxy NewSpring 仍为云南水务的联属公司，预计 2017 年完成后将作为全资附属公司并表。

这是公司首次以资产包的形式做的大型收购，规模基本等于其 2015 年上市当时的总设计能力（上市时约为 159 万吨/日），在体量上给公司带来了巨大提升，完成后总规模将达 403 万吨/日。并且，标的旗下的水厂遍布辽宁、河北、重庆、江苏等国内多个省份，使得公司的业务区域进一步拓宽。此外，在业绩方面，由于此前该标的的两个海外股东各占一半股权，在管理上以及与中国各个地方政府的沟通协调存在一定问题，例如成本费用摊销较大，项目的水价没有调到到位等；云南水务全面接手后，无论客观或是主观上都将有助于上述问题的解决，公司也已经与部分地方政府沟通，后续的二期建设将提上议程。总体而言，该收购大幅提升了公司规模，预计在经过 1-2 年的梳理、整改以及与各方协调后，项目 IRR 可达到行业较好水平。

图表 20: Galaxy NewSpring Pte. Ltd 项目列表

项目	设计规模 (吨/日)			项目	设计规模 (吨/日)		
	已投运	在建	扩建		已投运	在建	扩建
<b>污水BOT</b>				<b>供水BOT</b>			
辽宁--污水处理厂	60,000			河北--供水厂	40,000		
重庆--污水处理厂		20,000		安徽--供水厂	35,000		
天津--污水处理厂	50,000		50,000	江苏--南通供水厂	20,000		
江苏--泰州污水处理厂	20,000			山东--供水厂	50,000		50,000
江苏--扬州污水处理厂	40,000			江苏--大丰供水厂	20,000		
江苏--无锡污水处理厂一期	20,000			江苏--灌云供水厂	100,000		
江苏--如东污水处理厂	20,000		80,000	江西--供水厂	30,000		
江苏--常熟污水处理厂	40,000		20,000	<b>供水TOT</b>			
浙江--污水处理厂	40,000		60,000	辽宁--供水厂	40,000		
<b>污水TOT</b>				湖南--供水厂	60,000		110,000
河北--廊坊污水处理厂	80,000		180,000	<b>中水BOT</b>			
安徽--污水处理厂	50,000			辽宁--中水厂	50,000		
江苏--无锡污水处理厂二期	10,000			天津--中水厂	5,000		45,000
				<b>中水TOT</b>			
				河北--中水厂	40,000		5,000
<b>合计</b>					<b>920,000</b>	<b>20,000</b>	<b>600,000</b>

资料来源: 公司资料, 第一上海整理

## 盈利预测分析

### 重要假设

目前已开工、可贡献建设收入的项目总投资额约为 3.87 亿人民币

目前公司在手的并表项目中，正处于建设阶段且可确认建设收入的如图表 21 所示，这些项目的建设周期基本在 2015-2017 年间，平均每个项目建设时长假设在 1-2 年，我们按照各个项目开工时间预测其工程进度以及建设收入贡献。

图表 21: 在建项目汇总

污水BOT项目	建设情况	出水标准	设计能力 (吨/日)	投资额 (千元)
克拉玛依五五工业园区污水处理厂	在建	一级A, 膜	30,000	150,000
济南新材料产业园区污水处理厂	在建	一级A	30,000	83,000
滨州开发污水处理项目	在建	一级A, 膜	30,000	137,000
哈尔滨朝阳水质净化厂项目	在建	一级A	50,000	
<b>合计</b>			<b>140,000</b>	<b>370,000</b>
供水BOT项目	建设情况	出水标准	设计能力 (吨/日)	投资额 (千元)
大理银桥水厂	在建	国家饮用水标准, 膜	15,000	123,300
大理喜州水厂	在建	国家饮用水标准, 膜	10,000	110,000
大理双廊水厂	在建	国家饮用水标准, 膜	10,000	98,100
大理市四水厂	在建	国家饮用水标准	10,000	115,000
大理市六水厂二期	在建	国家饮用水标准, 膜	25,000	130,000
青州自来水四厂	在建	国家饮用水标准, 膜	20,000	134,900
大理市三水厂异地扩建	在建	国家饮用水标准	35,000	177,400
新疆额敏水库项目 (玛热勒苏)	在建	国家饮用水标准	106,000	400,000
<b>合计</b>			<b>231,000</b>	<b>1,288,700</b>
固废BOT项目	建设情况		设计能力 (吨/日)	投资额 (千元)
云南玉溪市垃圾焚烧发电项目	在建		700	387,000
<b>合计</b>			<b>700</b>	<b>387,000</b>

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

预计未来三年污水与供水 BOT 项目每年新开工规模各为 20-30 万吨/日

另外, 鉴于公司过往的项目获取能力以及目前在手二期项目的储备, 我们预计未来三年将持续有新项目获取, 其中包括新项目自建以及收购已运营标的, 具体规模预测如图表 22。一般污水与供水 BOT 项目可贡献建设收入, 我们预计这两类项目未来每年新开工规模各自均在 20-30 万吨/日。



图表 22: 2017-2019 年新增项目预测

	未来新增量预测 (吨/日)		
	2017	2018	2019
污水BOT自建新开工项目	200,000	200,000	200,000
污水BOT自建当年新建成投运项目	100,000	200,000	200,000
污水TOT或收购的非自建项目 (已运营)	500,000	500,000	300,000
供水BOT自建新开工项目	300,000	300,000	200,000
供水BOT自建当年新建成投运项目	100,000	200,000	200,000
供水TOT或收购的非自建项目 (已运营)	500,000	300,000	200,000
<b>当年新运营项目总量</b>	<b>1,200,000</b>	<b>1,200,000</b>	<b>900,000</b>

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

运营收入相关假设

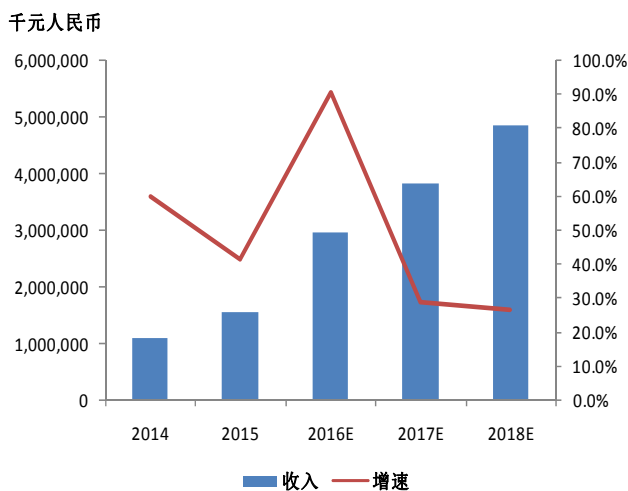
在运营收入方面, 除了图 21 中在建项目投运后将明确开始贡献外, 我们预计公司将新获得的项目中, 分别有 120/120/90 万吨/日的规模将于 2017-2019 年间运营, 如图 22 所示, 因此也将在 2017 年开始有运营收入贡献。对于这些新建成项目, 我们保守预计在前三年平均利用率约为 50-60%。

收入与利润预测

2015-2018 年总收入 CAGR 为 46.0%

2016 上半年公司的收入大幅增长 82.7%, 主要来自供水建造收入以及固废板块开始显著贡献的带动。由于公司主要的建设收入确认较集中在下半年, 我们预计污水与供水的建设服务收入在下半年仍将同比翻倍增长, 且固废中玉溪垃圾焚烧正在建设中, 建设贡献也在下半年释放, 因此预计 2016 全年的收入将大幅增长 90.4%。未来两年随着在建项目的陆续投运, 以及项目规模的不断扩张 (在上面“重要假设”中已对新增项目做了预测), 预计未来两年收入可保持 25%-30%的增速。

图表 23: 2014-2018 年收入与增速预测



资料来源: 公司资料, 第一上海预测

图表 24: 2014-2018 年分类收入预测

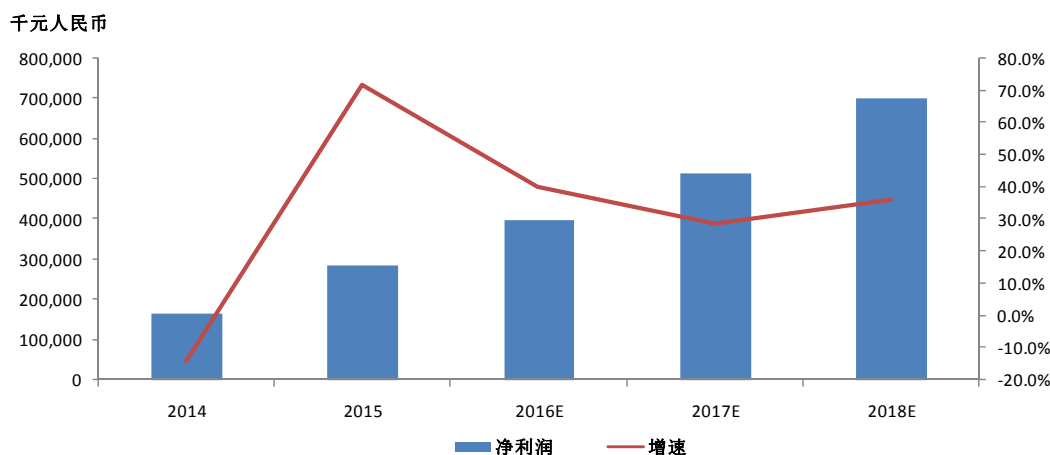
千元人民币	2014	2015	2016E	2017E	2018E
污水	383,608	420,009	692,649	972,020	1,336,155
同比	18.45%	9.49%	64.91%	40.33%	37.46%
占比	34.85%	26.95%	23.35%	25.39%	27.54%
供水	216,043	454,577	1,107,193	1,703,038	2,720,582
同比	22.99%	110.41%	143.57%	53.82%	59.75%
占比	19.63%	29.17%	37.32%	44.49%	56.07%
建造与设备销	470,076	596,994	679,854	490,633	324,640
同比	153.62%	27.00%	13.88%	-27.83%	-33.83%
占比	42.70%	38.31%	22.91%	12.82%	6.69%
固废	0	8,220	392,741	583,479	391,797
同比	#DIV/0!	#DIV/0!	4677.87%	48.57%	-32.85%
占比	0.00%	0.53%	13.24%	15.24%	8.08%
其他(O&M为	31,034	78,594	94,439	78,895	78,749
同比	703.78%	153.25%	20.16%	-16.46%	-0.19%
占比	2.82%	5.04%	3.18%	2.06%	1.62%
<b>收入合计</b>	<b>1,100,761</b>	<b>1,558,394</b>	<b>2,966,877</b>	<b>3,828,063</b>	<b>4,851,922</b>
同比	59.82%	41.57%	90.38%	29.03%	26.75%

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

### 2015-2018年净利润 CAGR为34.8%

无论行业或是公司本身，水务、固废项目的运营毛利率均较为稳定，但建设方面，公司若使用了自有设备（例如膜），其建设毛利率则超过20%，而完全工程外包的情况下仅有约5%，因此过往年间建设毛利率的波动很大。根据公司的计划，未来不少新建项目都将采用膜技术，因此我们预计项目建设的平均毛利率在10%-15%之间。公司正处于积极扩张阶段，预计建设收入的占比仍在一半左右，总体上未来三年公司归属股东净利润的复合增速预计可达34.8%。

图表 25: 2015年-2018年净利润预测



资料来源：公司资料，第一上海预测

## 财务预测与分析

负债率较高，但项目现金流稳定，风险可控

公司2016年上半年公司净负债率为83.8%，下半年对项目的收购仍在继续，尤其收购Galaxy NewSpring 50%股权，对资金的需求较大。2016年8月公司发行了3年期的10亿人民币非公开定向债务融资工具；2016年9月，以非全资附属公司晖泽水务（青洲）以及景洪市给排水为发行人，完成了水务行业中第一个ABS（资产支持证券），规模亦为10亿人民币。据此我们预计公司2016年净负债率将较上半年继续上升至86.2%，未来两年有一定上升；由于公司所处行业属资本密集型，规模也在快速扩张期，因此负债率较高，但公司的项目现金流稳定，处理费收取正常，我们认为风险可控。

图表 26: 2012-2016年财务分析和预测

千元人民币	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净现金	(526,666)	(1,372,591)	(3,759,472)	(6,371,753)	(9,605,173)
短期银行贷款	270,323	1,038,355	1,246,026	1,370,629	1,507,691
长期银行贷款	868,992	2,025,960	2,228,556	4,457,112	8,022,802
计息负债合计	1,139,315	3,064,315	5,474,582	7,427,741	10,810,493
资产负债率	45.79%	48.53%	61.29%	59.04%	60.45%
计息负债/总资产	22.70%	31.91%	24.66%	31.49%	37.96%
计息贷款/总负债	49.57%	65.76%	40.24%	53.33%	62.79%
净负债率	22.09%	33.82%	86.15%	105.07%	120.91%

资料来源：公司资料，第一上海预测

## 目标价 5.60 港元，买入评级

目标价 5.60 港元，对  
应 2016/2017 年  
14.9/11.6 倍 PE，首次  
评级买入

目前行业竞争较为激烈，云南水务作为云南省国资委旗下的环保运营商，不仅在省内具备了显著的先天优势，并且凭借良好的国企背景以及多年成熟的技术经验，成功进入了全国多个省市。上市后公司的扩张更加积极，除了水务领域外，更是获得了多个固废包括危废医废的项目，力求打造综合的环保服务平台，这也是目前行业发展的趋势。按照公司目前在手的项目，以及扩张的步伐，我们认为未来三年其规模有望快速增长，利润增速也将保持在 30%左右，给予公司 12 个月目标价 5.60 港元，对应 2016/2017 年 14.6/11.3 倍 PE，较现价 41.40% 的上升空间，首次评级为买入。

图表 27: 同业估值比较

名称	代码	股价 2016/1/23	市值(百 万)	PE				PB			
				2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
光大国际*	257 hk equity	9.43	42,272	20.3	17.4	13.8	12.2	2.5	2.1	1.8	1.5
北控水务*	371 hk equity	5.45	47,447	19.8	14.7	10.9	8.2	3.0	2.7	2.3	1.9
绿色动力*	1330 hk equity	3.57	1,468	13.4	9.9	6.1	5.5	1.3	1.2	1.0	0.8
东江环保*	895 hk equity	13.14	2,506	28.6	21.3	20.2	13.1	3.5	3.2	2.0	1.7
康达环保	6136 hk equity	1.87	3,949	9.6	9.9	7.6	6.2	1.0	1.0	0.9	0.8
粤海投资	270 hk equity	10.14	68,288	16.3	14.2	13.0	12.5	2.0	1.9	1.7	1.7
中国水务*	855 hk equity	5.43	8,245	14.9	10.1	9.7	9.0	1.8	1.4	1.4	na
天津创业环保	1065 hk equity	4.10	1,374	14.4	13.0	12.2	10.7	1.1	1.1	1.0	0.9
北控环境	154 hk equity	1.43	2,116	33.5	na	na	na	1.0	na	na	na
首创环境	3989 hk equity	0.27	3,717	88.3	11.5	7.4	na	1.0	0.8	0.7	na
桑德国际	967 hk equity	2.98	4,488	8.0	5.1	4.4	3.8	0.8	0.7	0.6	0.5
中滔环保	1363 hk equity	1.71	10,675	13.9	13.7	11.3	9.5	3.1	2.7	2.2	1.9
粤丰环保	1381 hk equity	3.88	7,974	28.5	20.3	15.2	12.6	3.3	2.8	2.4	2.1
新宇环保	436 hk equity	0.81	2,365	52.9	31.2	22.5	15.6	3.5	na	na	na
平均				25.9	14.8	11.9	9.9	2.1	1.8	1.5	1.4
云南水务	6839 hk equity	3.96	1,455	12.5	10.3	8.0	5.9	0.9	1.0	0.7	0.5

资料来源：公司资料，彭博，第一上海预测

## 风险因素

无法获得新项目或者获取规模低于预期

公司已有项目投运后，经过一两年的运营，一般均开始进入平稳期，因此未来业绩增长主要来自于外延式扩张。若无法每年获得相应的新项目，我们模型中的预期则无法达到，并且未来持续增长动力有限。

已有二期项目开工时间大幅延迟

公司的项目中不少有二期扩建的潜力，尤其新收购的 Galaxy NewSpring 中有 60 万吨/日的扩建规模，我们预计该些扩建将逐步从 2017 年开始实施，如果出现大幅延期，一方面从会计报表层面，无法维持建设收入的良好增长；而且项目无法投运则不能实际产生效益，对公司整体价值产生负面影响。

- Galaxy NewSpring 盈利贡献低于预期** Galaxy NewSpring 是公司历史上最大型的收购，完成后将使得规模成倍增长，目前该项目由于管理以及与一些地方政府的协调存在一定问题，公司从外资股东手中收购后将发挥其背景等优势加快解决，预计 2018 年可以开始有所盈利。但如果问题的解决速度较慢，将直接影响该项收购的回报，对公司业绩造成拖累。
- 负债率持续增加** 目前公司的净负债率处于较高水平，未来如果项目的处理费收取出现大量应收款，或者无法继续获得具有竞争力的资金，对公司的偿债能力有直接影响。

## 主要财务报表

损益表						财务分析					
<人民币百万元>, 财务年度截至<十二月>						<人民币百万元>, 财务年度截至<十二月>					
	2014年 历史	2015年 历史	2016年 预测	2017年 预测	2018年 预测		2014年 历史	2015年 历史	2016年 预测	2017年 预测	2018年 预测
<b>收入</b>	1,101	1,558	2,967	3,828	4,852	<b>盈利能力</b>					
毛利	334	508	811	885	1,179	毛利率(%)	30.3%	32.6%	27.3%	23.1%	24.3%
其他收益	49	98	159	216	252	EBITDA 利率(%)	22.9%	24.6%	22.3%	21.2%	27.1%
其他业务收入	3	12	6	6	6	净利率(%)	15.1%	18.3%	12.7%	12.4%	13.4%
销售及管理费用	(139)	(198)	(326)	(318)	(354)						
其他费用	0	0	0	0	0						
<b>营运收入</b>	247	419	650	790	1,083	<b>营运表现</b>					
财务开支	(31)	(41)	(128)	(129)	(182)	销售及管理费用/收入(%)	12.7%	12.7%	11.0%	8.3%	7.3%
联营公司与共同控制实体	11	5	0	12	49	实际税率(%)	16.9%	17.1%	19.0%	19.0%	18.3%
其他	0	0	0	0	0	股息支付率(%)	66.3%	41.7%	30.0%	30.0%	30.0%
<b>税前盈利</b>	226	383	522	673	950	库存周转	5	6	5	5	5
所得税	(38)	(65)	(99)	(128)	(173)	应付账款天数	309	339	270	280	280
少数股东应占利润	21	32	45	71	128	应收账款天数	231	243	232	262	252
<b>净利润</b>	167	286	377	475	648						
折旧及摊销	58	74	177	245	490	<b>财务状况</b>					
<b>EBITDA</b>	252	384	662	812	1,315	净负债/股本	1.11	1.37	2.23	2.05	2.16
						收入/总资产	0.22	0.16	0.21	0.21	0.19
<b>增长</b>						总资产/股本	2.11	2.37	3.23	3.05	3.16
总收入(%)	59.8%	41.6%	90.4%	29.0%	26.7%	盈利对利息倍数	6	8	3	4	4
EBITDA(%)	20.5%	52.1%	72.6%	22.6%	61.9%						
资产负债表						现金流量表					
<人民币百万元>, 财务年度截至<十二月>						<人民币百万元>, 财务年度截至<十二月>					
	2014年 历史	2015年 历史	2016年 预测	2017年 预测	2018年 预测		2014年 历史	2015年 历史	2016年 预测	2017年 预测	2018年 预测
现金	613	1,672	1,653	994	1,144	<b>EBITDA</b>	252	384	662	812	1,315
应收账款与应收工程合约	862	1,212	2,563	2,938	3,771	融资成本	(31)	(41)	(128)	(129)	(182)
存货	12	21	33	48	53	折旧摊销	58	74	177	245	490
其他流动资产	8	20	62	62	62	所得税	(38)	(65)	(99)	(128)	(173)
<b>总流动资产</b>	1,494	2,924	4,310	4,042	5,029	营运资金变化	(783)	(1,205)	(1,497)	(1,066)	(1,465)
固定资产	1,379	1,617	1,748	1,873	1,992	<b>营运现金流</b>	(542)	(854)	(884)	(265)	(16)
金融资产	1,445	1,942	2,789	3,636	5,292	购买无形资产和固定资产	(305)	(152)	(1,545)	(2,057)	(2,599)
无形资产	183	1,711	2,724	5,367	7,564	其他投资活动	2	(1,179)	0	(690)	(938)
长期投资	45	35	35	725	1,663	<b>投资活动现金流</b>	(304)	(1,332)	(1,545)	(2,747)	(3,538)
其他	474	1,373	2,483	2,864	3,568	银行贷款变化	146	1,835	410	2,353	3,703
<b>总资产</b>	5,020	9,602	14,089	18,507	25,108	资本变化					
应付帐款	877	1,074	2,115	2,400	3,234	已付利息	(111)	0	0	0	0
短期抵押银行贷款	270	1,038	1,246	1,371	1,508	其他融资活动	666	1,402	2,000	0	0
短期无抵押银行贷款	0	0	1	2	2	<b>融资活动现金流</b>	701	3,237	2,410	2,353	3,703
其他短期负债	71	78	78	79	81						
<b>总短期负债</b>	1,218	2,190	3,440	3,852	4,825	<b>现金变化</b>	(145)	1,051	(19)	(659)	149
长期抵押银行贷款	869	2,026	2,229	4,457	8,023	期初持有现金	758	613	1,672	1,653	994
长期无抵押银行贷款	0	0	1	2	2	汇兑变化	(0)	8	0	0	0
其他负债	212	443	2,965	2,616	2,328	期末持有现金	613	1,672	1,653	994	1,144
<b>总负债</b>	2,299	4,660	8,635	10,927	15,178						
少数股东权益	337	884	1,091	1,516	1,986						
<b>股东权益</b>	2,384	4,058	4,364	6,064	7,944						
每股账面值	3	5	4	6	7						
营运资金	277	734	870	190	204						

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

**第一上海证券有限公司**

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告期内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2017 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。